



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
PROJETO DE MONOGRAFIA 2010/2

**MATEUS RAMOS SILVA CARVALHO**

**Um Estudo do Investimento Direto Estrangeiro no  
Brasil**

**Com a aplicação da Lei 4131/62 e da Resolução 2689/00**

**Projeto de Monografia 2010/2**

RIO DE JANEIRO

2010

MATEUS RAMOS SILVA CARVALHO

**Um Estudo do Investimento Direto Estrangeiro no  
Brasil**

**Com a aplicação da Lei 4131/62 e da Resolução 2689/00**

**Projeto de Monografia 2010/2**

Monografia apresentada junto  
ao Curso de Administração da  
Universidade Federal do Rio de  
Janeiro, com especialização em  
Finanças, como área de  
concentração.

Orientador: Uriel Magalhães

RIO DE JANEIRO

2010

## **AGRADECIMENTOS**

À minha irmã e melhor amiga Lívia Ramos Silva Carvalho que, sempre esteve ao meu lado mesmo nos momentos em que eu estava errado. Deu-me suporte e conforto. Foi minha confidente, minha amiga e minha irmã.

À minha mãe Ana Rita Ramos Silva Carvalho, de quem trago grande parte de meus valores. Ela que largou uma profissão para seguir a família e mesmo depois de muitos anos voltou a estudar e hoje é um exemplo para mim por sua dedicação e vontade. O seu apoio, em forma de cobrança, foi significativo, para que hoje pudesse entregar essa monografia.

Ao meu pai que é o meu melhor e maior exemplo de profissional e de homem. Em todas as nossas desavenças nunca esqueço de quem ele verdadeiramente é e simboliza. Não é apenas o provedor da família, mas sim um grande exemplo para mim. É o que eu quero ser no futuro e sem dúvida junto com minha mãe e irmã um dos três pilares que me levaram a entregar esta monografia.

À minha namorada Bruna Milanezi pela paciência nos finais de semana e feriados em que fiquei estudando. Pela compreensão, pelo carinho e pelo apoio a mim dedicado nesta caminhada.

Ao meu cunhado e amigo Nicolas Marchon pelo incentivo e pelo apoio constante.

Ao professor e orientador Uriel Magalhães por seu apoio como professor do curso de Administração da FACC, que me ajudou e me emprestou todo apoio possível à conclusão desta monografia.

Aos amigos e colegas, em especial, Getúlio Lobo e Rodrigo Vianni, que sempre estiveram presentes e me apoiando em nossas conversas de cúpula.

## **DEDICATÓRIA**

Aos meus pais, a minha irmã,  
amigos e parentes.

## **RESUMO**

O Investimento Direto Estrangeiro no Brasil é algo que cresce a cada ano. O Brasil é hoje assunto certo em reuniões e pautas das maiores empresas do mundo. Com uma das maiores taxas de juros do mundo, com o crescimento sustentável que vem apresentando na última década e o fortalecimento econômico recente do país após adquirir o grau de investimento ou “investment grade” (que é a recomendação de investimento) pelas principais agências de risco do mundo entre 2008 e 2009, são elas Fitch, Standard & Poors e a Moodys. A regulação a esse investimento estrangeiro é feita com base na Lei 4.131/62 e a Resolução 2.689/00. Essa monografia tem por objetivo investigar, em linhas gerais, o impacto dessas leis na história do Investimento Direto Estrangeiro no Brasil. Isso é feito tentando formular o que se poderia entender de Investimento Direto Estrangeiro, no cenário atual do Brasil. Feito isso, investigamos os benefícios e as limitações impostas pela Lei 4.131/62 e pela Resolução 2.689/00. Finalmente, analisamos duas estruturas de fundos de investimento Offshore e comparamos qual apresentava maior eficiência financeira, na perspectiva do resultado, quanto a investimentos diretos estrangeiros.

## **ABSTRACT**

Foreign Direct Investment in Brazil is rising every year. Brazil is today subject to certain meetings and agendas around the World. With one of the highest interest rates in the World with sustainable growth, which has shown over the last decade, and the country's recent economic strength after acquiring investment grade by the major rating agencies as Fitch, Moody's and Standard & Poors. Those foreign investment is being ruled by Law 4.131/62 and Resolution 2689/00. This thesis aims to investigate, in general, the impact of these laws in the history of Foreign Direct Investment in Brazil. This is done by trying to formulate what could be meant for Foreign Direct Investment in the current scenario in Brazil and investigate the benefits and limitations imposed by Law 4.131/62 and its Resolution 2689/00. Finally, we analyzed two Offshore funds structures and have compared each other to obtain the best financial result between them.

## SUMÁRIO

<b>1. Introdução.....</b>	<b>pg. 1</b>
<b>2. História do Sistema Financeiro Nacional.....</b>	<b>pg. 4</b>
<b>3. Comparativo da Lei 4.131/62 com a Resolução 2.689/00.....</b>	<b>pg. 16</b>
<b>3.1.Câmbio conversão .....</b>	<b>pg. 22</b>
<b>3.2. Disposições fiscais .....</b>	<b>pg. 25</b>
<b>4. Arcabouço Institucional e Tributário.....</b>	<b>pg. 29</b>
<b>4.1. Banco Central do Brasil (BACEN).....</b>	<b>pg. 30</b>
<b>4.2. Comissão de Valores Mobiliários (CVM).....</b>	<b>pg. 34</b>
<b>4.3. Comissão Monetária Nacional (CMN).....</b>	<b>pg. 37</b>
<b>5. IDE aplicado a partir da Lei 4.131/62 e da Resolução 2.689/00.....</b>	<b>pg. 39</b>
<b>5.1. Fundo de Investimento Offshore – Private Equity.....</b>	<b>pg. 41</b>
<b>5.2. Investimento Direto ou via FIP.....</b>	<b>pg. 44</b>
<b>6. Conclusões.....</b>	<b>pg. 49</b>
<b>7. Referências.....</b>	<b>pg. 50</b>
<b>8. Anexos.....</b>	<b>pg. 53</b>

# 1 – Introdução

Esta monografia objetiva discorrer a cerca das regulamentações e tratamentos dados ao investidor estrangeiro no Brasil, num cenário em que o país passa a ser visto como um dos principais objetivos de investimento dos grandes investidores, graças a suas altas taxas de juros e *ratings* de confiança elevados, mas principalmente, pela economia sustentável e confiável que apresentou nos últimos anos.

O Brasil é atualmente a oitava maior economia mundial, alçada a este nível em 2009, após a recente crise mundial. Desde 1998 o Brasil não ocupava esta posição no ranking global, com o Produto Interno Bruto (PIB) medido em dólares.

O mundo começou assim a voltar seus olhos para o país, que aparece como uma economia ainda em fase de desenvolvimento, que expõe muitas possibilidades de investimento em diversos setores da sociedade e da economia, o que faz com que os investidores voltem-se com maior interesse.

Esse crescimento sustentável possibilitou que pouco antes de a crise estourar no ano de 2008, o Brasil fosse elevado ao nível de *Investment Grade* pelas principais agências de *rating* do mundo (empresas amplamente respeitadas no mercado de avaliação de risco, que atribuem classificação de risco a empresas/instituições públicas e privadas, destinadas a servir como indicador aos investidores) Standard and Poors (S&P), Fitch Ratings e Moody's (a última a conceder o título ao Brasil em setembro de 2009).

Segundo Guido Mantega, Ministro da Fazenda a época (logo após a S&P elevar o título ao país), o *rating* de *investment grade* concedido ao Brasil era muito importante, pois colocava o Brasil em posição de continuo crescimento (ALVES, 2008)[1].

E foi exatamente isso que aconteceu, em 2008 no momento em que a crise começava a se espalhar o Brasil teve um crescimento de 5,2%, enquanto os Estados Unidos, a maior economia do mundo cresceu apenas 1,6%. Em 2009 o PIB do Brasil recuou 0,2% e mesmo assim apresentou-se como o sexto melhor do G20 (grupo que reúne as maiores economias desenvolvidas e emergentes do mundo), perdendo apenas



para China, Índia, Indonésia, Austrália e Coréia do Sul; neste ano a economia dos Estados Unidos, a maior economia do mundo caiu 2,4%.

Neste momento, diversos jornais e diários pelo mundo começaram a dar a voltar suas reportagens e olhos ao Brasil. Foi o caso do diário espanhol El País que chamou o Brasil “país do presente”, em sua reportagem onde diário cita a famosa frase do australiano Stefan Zweign, que em artigo publicado em 1941, colocou o Brasil como “o país do futuro” (R7, 2009)[2].

O jornal Financial Times, através de seu colunista e editor de relatórios especiais Michael Skapinker, também deu sua opinião ao crescimento do Brasil, dizendo que “o Brasil é a potência do século 21 a se observar”.

A economia do Brasil está forte não apenas em suas bases sólidas apresentadas por seu crescimento constante do PIB, mas também aos olhos do mundo. Hoje a previsão é que o crescimento do PIB brasileiro para 2010, segundo Guido Mantega, seja entre 6,5% e 7%.

No dia 16 de maio de 2010, o El País voltou a falar do Brasil em seu diário: “El nuevo líder, visto de cerca”, que traduzindo para o português quer dizer “o novo líder, visto de perto”. O El País dedicou um diário completo ao Brasil e a sua economia, elogiando as bases econômicas do país (EL PAÍS, 2010)[3].

Assim neste cenário, em que o mundo se volta para o Brasil, objetivando realizar investimentos, sejam eles diretos, ou por meio de veículos nacionais – como é o caso dos fundos de investimento – iremos apresentar o mercado financeiro e/ou o Sistema Financeiro Nacional aos olhos dos investidores não residentes.

Daremos início a esta monografia, apresentado o Sistema Financeiro Nacional, desde o início de sua formação no século XIX até os dias de hoje. Desenvolveremos um comparativo entre a Lei 4.131/62 e a Resolução 2.689/00, que dão tratamento ao capital estrangeiro e/ou investimento estrangeiro no Brasil. Estruturaremos um arcabouço histórico Institucional do Banco Central do Brasil, da Comissão de Valores Mobiliários e do Conselho Monetário Nacional (autarquias e instituições que legislam e regulam o mercado financeiro, de capitais e câmbio no Brasil).

Por fim estruturaremos um comparativo de investimentos estrangeiros no Brasil sob duas estruturas uma veiculada a Lei 4.131/62 e outra a Resolução 2.689/00. Atribuindo o mesmo investimento a dois cenários distintos, a fim de concluir a cerca da melhor forma de os investidores estrangeiros obterem resultados financeiros em seus investimentos, pautado nas condições fiscais, desconsiderando o instrumento de seu investimento, ou seja, o resultado da companhia investida.

## **2 – História do Sistema Financeiro Nacional**

Este capítulo tem como objetivo apresentar a história do Sistema Financeiro Nacional, bem como os principais fatos históricos que afetaram a economia mundial. E abrir aos próximos capítulos a discussão do tema central desta monografia, que é o “Estudo do Investimento Direto Estrangeiro no Brasil”.

Segundo o Capítulo quarto da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, capítulo este que rege a cerca do sistema financeiro nacional, em seu Art. 192, está disposto como segue:

“ Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003)”

Assim, podemos entender como sistema financeiro nacional (SFN), o conjunto de instituições e órgãos que regulam, fiscalizam e executam as operações relativas à circulação de moeda e crédito.

Podemos dividir o SFN nacional em oito fases: 1808/1833, 1833/1863, 1863/1891, 1891/1930, 1930/1945, 1945/1965, 1965/1994 e 1994 até os dias atuais. Em artigo sobre a evolução do SFN, Luiz Alfredo Paulin destaca, que apenas a partir da fase 1898/1930 o Estado passa a regular organizadamente o setor financeiro no Brasil (PAULIN, 2007)[4]. Faremos assim a análise do processo de regulação na 4ª fase entre 1891/1930.

A primeira fase ficou marcada pelo início do SFN a partir de 1808, quando da criação do Banco do Brasil, viabilizado pela chegada de D. João VI e da Família Real portuguesa ao país. Assim em 12 de outubro de 1808, por meio do alvará assinado pelo Príncipe Regente e pelo Presidente de Real Erário, foi constituído o Banco do Brasil. Este foi um ano de grande importância para a economia brasileira, que passava por sérios problemas, marcada por escassez de recursos devido à dependência que o Brasil tinha frente a Portugal. Havia monopólio da metrópole frente às exportações brasileiras,

pois os portos eram fechados a outros países, além disso, o processo de industrialização era proibido, o que afetava a mineração que no início do século XIX, atingiu o seu rendimento mais baixo até então, em virtude do esgotamento das jazidas, sujeitas ao processo de extração primitivo adotado no Brasil. Até que em 1808 a Família Real garantiu a instalação da indústria no Brasil e a abertura dos portos às nações amigas, permitindo o acesso inglês ao mercado consumidor brasileiro, fortalecendo o comércio[5].

O Banco do Brasil agia a época apenas como executor das operações, não existia ainda uma instituição formal, responsável por regular e fiscalizar o mercado. Este teve duração de 20 anos, prazo previsto para sua duração, foi então que em 1829, o Banco do Brasil fechou, após D. João VI (COTRIM, 2004)[6] levar para Portugal boa parte do lastro metálico depositado. Mas apenas foi liquidado totalmente em 1833, exaurido por saques da Corte Portuguesa. Nesse período entre fundação do primeiro Banco do Brasil e fechamento, o Brasil tornou-se independente de Portugal, após D. Pedro I[7]declarar independência as margens do Rio Ipiranga.

Após declarar a independência em 1822, foi criada a primeira Constituição do Brasil, a “Constituição política do império do Brasil, de 25 de março de 1824, representava a primeira constituição liberal do país. Era a formação de uma nação “livre e independente” (Art.1 da Constituição política do império do Brasil[8]). No que diz respeito às questões econômicas, ficou determinado no Art. 15º da constituição que: “XVI. Determinar o peso, valor, inscrição, typo e denominação das moedas, assim como o padrão dos pesos e medidas”(Art. 15º, XVI). Além disso apenas deliberou que em cada Província haveria um Presidente, que seria nomeado pelo Imperador, o qual também tinha poder para destituí-lo. Sendo notado assim apenas o interesse relativo à emissão de moeda.

Entre o fim do prazo de 20 anos e o efetivo fechamento do Banco do Brasil, nasceu no país a primeira Caixa Econômica, organizando-se nos estados da Bahia, Pernambuco, Alagoas, Minas Gerais e Rio de Janeiro. Destas, apenas a de Ouro Preto em Minas Gerais conseguiu sobreviver por mais tempo. A década de 1830 foi um dos momentos de maior produção de ouro entre os anos de 1600 a 1980, perdendo apenas para o período entre o fim do século XVII e início do século XVIII, que marcou o

descobrimto de ouro em Minas Gerais, representando “o acontecimento mais espetacular da história econômica do Brasil-colônia”[9], mesmo que no início deste século tenha representado uma redução significativa na participação mundial da produção de ouro. Vários fatores contribuíram para isso: a estrutura primitiva, a crise financeira da época e a tendência de criação de uma instituição que não satisfizesse apenas uma minoria.

Além disso, o final da década de 1820 e início da década de 1830, ficou marcado por disputas entre Brasil e a atual Argentina pelo terreno hoje ocupado pelo Uruguai. Além disso, marcou também em Portugal, a Guerra Civil Portuguesa (1832-1834), onde D. Pedro IV (Pedro I do Brasil) derrotou as forças absolutistas de seu irmão D. Miguel, garantindo a vigência de uma Constituição Liberal, no entanto, “confrontos frequentes entre facções liberais, revoltas populares criaram um prolongado clima de desordem”[10].

Em 22 de agosto de 1860 a Lei dos Entraves deu início à criação da Caixa novamente, desta vez com uma visão de casa de penhor, a finalidade era de conceder empréstimo e de estimular o habito de poupar.

Seguindo ainda a cronologia dos acontecimentos no SFN, o período entre 1833 e 1860, marcou a abertura do Banco do Brasil em três momentos distintos, em um primeiro momento em 1833, quando não conseguiu se instalar, por não integralizar o capital necessário (Lei nº 59, de 08.10.1833)[11], num segundo momento em 1851, quando Irineu Evangelista de Souza, que viria a ser o Barão de Mauá, criou o terceiro Banco do Brasil (Decreto nº 801, de 02.08.1851) e por fim em 1853, a partir da fusão deste Banco do Brasil de Mauá com o Banco Comercial do Rio de Janeiro (Lei nº 683, de 05.07.1853), dando origem ao quarto Banco do Brasil, que se consolidou expandindo-se por vários Estados. Ainda neste período teve início no Brasil a abertura dos bancos comerciais privados, o primeiro foi o Banco do Ceará, que teve vida curta e fechou em 1839, o segundo, em 1838, foi o Banco Comercial do Rio de Janeiro, mencionado acima, por François Ignace Ratton, cujo sucesso motivou o surgimento de outros bancos comerciais na Bahia, Maranhão e Pernambuco.

A terceira fase foi marcada pelo início do processo de internacionalização do capital interno brasileiro, a partir da fundação dos primeiros bancos estrangeiros no Brasil em 1963, o London & Brazilian Bank e o The Brazilian and Portuguese Bank, ambos sediados no Rio de Janeiro. A abertura desses bancos da margem para o início do Investimento Direto Estrangeiro[12] (IED) no Brasil, que se deu principalmente nos bancos e nas ferrovias, o investimento estrangeiro era majoritariamente inglês. Foi por isto que esses bancos surgiram, no intuito de atuar no mercado brasileiro, aproveitando-se da conjuntura econômica e política dos dois países, como também da expansão do crédito e liberalidade dos banqueiros ingleses.

Com a chegada do capital inglês no Brasil, é fortalecida no país, a idéia de abolição do escravismo. Os Estados Unidos já haviam declarado liberdade aos escravos em 1963, Portugal fora o primeiro país a apoiar o fim da escravidão em suas colônias. No entanto o Brasil mantinha os escravos trabalhando sem direitos, isso não era bom para a Inglaterra, que precisava de consumidores, que viessem a comprar seus produtos, por isso exigiram que o Brasil abrisse sua economia a seus produtos e sustentasse apoio ao fim da escravidão.

Em 1888 é assinada a Lei Áurea pela Princesa Isabel, libertando 800 mil escravos, aniquilando grandes fortunas rurais que tinham nesta, a única mão de obra para suas lavouras. Isso provocou escassez de alimentos pela perda colheitas, gerou inflação, mas conduziu à primeira onda de industrialização no Brasil. O final dessa fase registrou ainda um processo de encilhamento que durou de 1889 a 1891.

A quarta fase teve início com o processo de Contra-Reforma, que durou de 1892 a 1906. Tinha como principal função acabar com a grande inflação que tomava o país. O início do século XX ficou marcado com a generalização da recessão econômica brasileira e pela abertura do quinto Banco do Brasil, resultado de uma fusão do antigo Banco do Brasil com o Banco da República do Brasil[13]. O atual banco do Brasil é a continuidade desta instituição.

Além disso essa quarta fase ficou marcada pela abertura dos bancos estaduais em Minas Gerais, Paraíba, Piauí, São Paulo, Paraná e Rio Grande do Sul. A partir de

1930 começam a surgir manifestações destinadas a resolver situações ligadas ao mercado financeiro e buscar soluções tópicas.

Tem início assim à quinta fase em 1930, com o início do processo de regulação estatal organizada. Mesmo com a fundação da Inspetoria Geral dos Bancos no ano de 1920, a fase econômica basicamente agrícola de monocultura, faz com que a execução direta da política econômica pelo Estado fosse suficiente para a coordenação dos interesses dos grupos econômicos que detinham o poder.

No entanto as profundas mudanças políticas e econômicas, nacionais e mundiais, justificam que se considere o ano de 1930, como início de uma fase distinta no processo evolutivo do Sistema Financeiro Nacional. Sob o aspecto econômico, o ano de 1929, fez cessar o fluxo de capitais estrangeiros, reduziu a zero as reservas internacionais do Brasil, gerando um brusco desequilíbrio das contas externas, e teve como consequência a indisponibilidade de mudança de enfoque da economia, que era basicamente focada à época na exportação de café principalmente aos Estados Unidos, país este que mais sofreu com o “Crack da Bolsa de Nova York”, bolsa esta que representava o grande termômetro econômico do mundo capitalista[14]. Assim grande parte do volumoso estoque de café ficou sem mercado consumidor, isso abriu caminho a Revolução de 1930, que levaria Getúlio Vargas ao poder.

Assim, o governo Vargas se viu obrigado a destinar seus recursos e enfoques econômicos no processo de desenvolvimento do mercado interno, o Brasil saía de sua base agroexportadora, voltando-se à construção de indústrias nacionais destinadas a sustentar o mercado interno.

Em 1931, o Banco do Brasil passou a também exercer o papel de fiscalização bancária, ano este que representou a extinção da Inspetoria Geral de Bancos, subordinada ao Ministério da Fazenda. Ainda nesta fase, o ano de 1933 marcou o exercício da atividade financeira, quando da imposição do limite máximo de 12% ao ano para cobrança de juros (Lei da Usura – em vigor até janeiro 2003, quando o Código Civil Brasileiro entrou em vigor).

Os anos que se seguiram nesta quinta fase apresentam ainda a fundação da Caixa Econômica Federal 1934, que tomou forma de empresa em 1970, do Banco de Crédito

da Borracha, que posteriormente passou a se denominar Banco da Amazônia S.A. (BASA), além da fundação do Bando Mundial e do Fundo Monetário Internacional no ano de 1944.

A sexta fase de nosso estudo a cerca da história do Sistema Financeiro Nacional, tem início com a fundação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) em 1945 no Brasil. A SUMOC era uma entidade autônoma e, como órgão precursor do Banco Central, responsável pela regulação das emissões e pagamentos e pela formulação das políticas bancária, cambial e de comércio exterior. No entanto a dependência operacional em relação ao Banco do Brasil, impedindo o pleno exercício de todas essas funções, e sua atuação voltou-se mais às áreas de normas e de fiscalização das instituições financeiras, de registros de capitais estrangeiros, de aperfeiçoamento das estatísticas bancárias e de balanço de pagamentos e de estudos econômicos[15].

Apresentando a criação da SUMOC, como o início de uma fase do Sistema Financeiro Nacional, nasce em 1946, a primeira sociedade de crédito, financiamento e investimento - nascem as instituições financeiras. O Conselho Monetário Nacional (CMN), que só seria fundado em 1964, regulamentou esse tipo de instituição financeira através da Resolução nº45, de 30 de dezembro de 1966. Além disso foi fundado ainda neste período o Banco do Nordeste do Brasil e o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE), ambos em 1952, o último tomara forma de empresa em 1971, transformado em Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

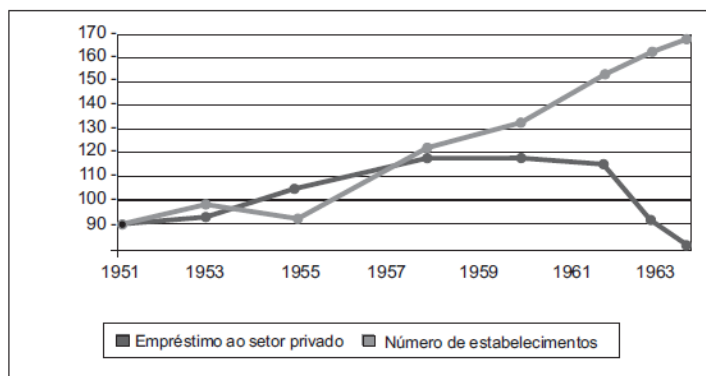
Ainda afundado no pós crise de 1929, o Brasil deveria efetuar investimentos direcionados ao mercado interno e essas duas instituições tinham este objetivo, de capitalizar as empresas nacionais, para que estas pudessem aumentar e/ou desenvolver sua produção. O capital estrangeiro ainda era o responsável pela maior parte dos empréstimos ao setor privado, no entanto a participação dos bancos nacionais começava a aumentar.

O ano de 1961 foi um ano de grande recessão econômica, como pode ser observado no Gráfico 1, onde é apresentado um aumento significativo no número de estabelecimentos bancários, enquanto que entre 1957 e 1959, o número de empréstimos



ao setor privado começa a cair, apresentando uma brusca queda a partir de 1961, fato este conforme mencionado por Werner Baer, ocorreu devido um processo de estagnação econômica, iniciada após a renúncia de Jânio Quadros[16].

GRÁFICO 1 – NÚMERO DE ESTABELECIMENTOS *VERSUS* EMPRÉSTIMOS (SETOR PRIVADO) – VALORES CONSTANTES



Fonte: Serviço de Estatística Econômica e Financeira do Ministério da Fazenda e Relatórios Anuais do Banco do Brasil. In: LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. *Economia monetária*. São Paulo: Atlas, 1995.

Em 1962, a legislação do capital estrangeiro no Brasil recebeu sua sistematização geral. Assegurando o direito do repatriamento e de remessa dos frutos do capital financeiro e de risco investido no país - sem limites nem para um nem para outro, a Lei 4.131 – ver anexo I –, de 3 de setembro de 1962, também regulou a aquisição de divisas para pagamento de royalties e de serviços, inclusive de assistência técnica.

É a primeira Lei destinada a legislar a cerca do investidor estrangeiro e suas disposições no mercado brasileiro, abrindo parênteses ao investimento direto estrangeiro no país e suas taxações e regulações.

Como elementos-chave desta forma legal complementada pela Lei 4.390 de 1964, se notam a estipulação de um imposto progressivo sobre remessas excessivas de lucros e dividendos e equiparados, a proibição da remessa de royalties entre subsidiária e matriz, a necessidade de autorização da SUMOC (atualmente Banco Central), para qualquer pagamento por royalties e serviços ao exterior e a limitação da dedutibilidade das despesas de assistência técnica aos primeiros cinco anos de produção da recipiente da tecnologia. Tinha início assim a partir de 1962 o processo de regulação do capital estrangeiro no Brasil.

O último ano desta fase, 1964, marcou ainda a fundação do Sistema Nacional de Habitação (SNH) e o Banco Nacional de Habitação (BNH), o último foi sucedido pela Caixa Econômica Federal em 1986[17], começa a ser observada a necessidade das famílias de renda mais baixa de receber subsídios a suas moradias. É fundado ainda neste ano o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BCB)[18], a qual regulamentou o Sistema Financeiro Nacional (SFN). O Banco Central do Brasil substituiu a SUMOC.

A sétima fase de nosso estudo tem início em 1965 quando a Lei nº 4.728/65 disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento[19]. Nasce assim no Brasil os primeiros bancos de investimento em 1966[20]. Um ano depois, o CMN a partir da Resolução nº 63/67, autoriza os bancos a captarem empréstimos externos, destinados à capitalizar às empresas brasileiras. Essa abertura, beneficiada pela elevada liquidez dos mercados financeiros internacionais entre os anos de 1968 e 1973[21], levaram o Brasil a viver o chamado “Milagre Econômico” – período entre 1969 e 1973 –, quando um crescimento acelerado da indústria gerou empregos não-qualificados e ampliou a concentração de renda.

Assim, o SFN experimentou uma fase de crescimento nas operações de crédito a partir de 1967, com a estabilidade da moeda. O sistema intensificou o financiamento tanto da produção como do consumo, graças ao melhor acesso ao crédito direto ao consumidor. Neste ritmo, que a partir de 6 de março de 1970, com o Decreto-lei nº 66.303, a Caixa Econômica Federal, toma a forma de empresa pública.

Os anos que se seguiram entre 1974 a 1981, foram marcados pela crise de confiança do mercado financeiro internacional, crise de energia, choques de petróleo (1973-1974 e 1979-1980) e pela elevação das taxas de juros. Período este agravado entre os anos de 1982 e 1985, quando uma combinação de fatores negativos afetou bruscamente a economia mundial. Exemplos desses fatores são: os conflitos no Oriente Médio; a moratória polonesa; crise das grandes empresas do chamado primeiro mundo; e a guerra das Malvinas (Inglaterra x Argentina). Nessa situação de crise mundial, o FMI declara que não irá prestar o socorro econômico desejado pelo Brasil, fazendo com que o Brasil viva neste ano o chamado “setembro negro”. Além disso em 1983, o Brasil sofre ainda com uma maxidesvalorização da moeda em torno de 30% frente ao dólar

americano. Os não pagamentos por parte do Brasil levam-no a renegociar sua dívida numa crise que durou os anos de 1982 a 1985.

Assim, a década de 80 foi a década de maior número de crises econômicas vividas pelo Brasil, oriundas de processos inflacionários derivados principalmente da crise cambial que o país enfrentava. O governo brasileiro desenvolveu vários planos econômicos que visavam o controle da inflação, sem nenhum sucesso. O resultado foi o não pagamento de dívidas com credores internacionais (moratória), o que resultou em graves problemas econômicos que perdurariam por anos. Não foi por acaso que os anos 80, na economia brasileira, ganharam o apelido de "década perdida".

É neste período de crise entre os anos de 1974 e 1985, que a necessidade de maior regulação abre espaço ao nascimento de órgãos que venham à regular e trazer maior confiança ao mercado financeiro, fazendo com que uma série de instituições sejam fundadas. São elas:

- a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no ano de 1976, através da Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que passou a regulamentar o mercado de valores mobiliários;
- o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) em 1979, o qual passou a realizar a custódia e a liquidação financeira das operações envolvendo títulos públicos. O SELIC eliminou o uso do cheque para a liquidação de operações com títulos públicos. A liquidação eletrônica deu mais segurança às operações do mercado, o qual, à época, negociava as Letras do Tesouro Nacional (LTN) e as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN);
- a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) em 1986. Constituída em um mercado de balcão organizado para registro e negociação de valores mobiliários de renda fixa. A criação da CETIP permitiu a introdução dos Depósitos Interfinanceiros (DI ou CDI), instituídos pelo item III da Resolução nº 1.102, de 28.02.86, do CMN. A CETIP eliminou o uso do cheque para a liquidação de operações com títulos

privados, facilitando a estas instituições a captação de recursos por meio de emissão de títulos de forma mais prática e segura; e

- o nascimento dos bancos múltiplos, em 1988, instituídos pela Resolução nº 1.524, de 21.09.88, do CMN. A Constituição Federal de 1988 dispôs, em seu artigo 192, que o "sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, será regulado em lei complementar". O artigo 5º, X e XII, da Carta Magna, consagrou o sigilo bancário, instituto já previsto no artigo 38 da Lei nº 4.595/64.

Esse conjunto de crises marcou o fim da década de 80. Que foi sucedida pela década de 90, marcada pela eliminação do modelo de prévia fixação das taxas cambiais, compra, venda, repasse e cobertura, assim como a responsabilidade legal e explícita de o Banco Central comprar excedentes de moeda, ou vender ante demanda de agentes.

Por fim chegamos a oitava e última fase deste nosso capítulo, que apresenta a história do Sistema Financeiro Nacional. Este período começa com uma forte política cambial, iniciada pela implantação da Unidade Real de Valor (URV), a partir da Medida Provisória nos 434, 457 e 482, convertidas em Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994, que fez com que todos os preços e salários da economia fossem convertidos nessa unidade, assim uma URV, passava a equivaler a um dólar à taxa venda.

Diariamente, o Banco Central fixava um novo valor para a URV, com os preços e salários praticamente estabilizados nessa unidade. Mas ainda não era uma moeda, posto que, os valores ainda eram transacionados em cruzeiro real, fazendo a conversão das URVs a cruzeiros reais a cada operação, seja ela de compra, venda e/ou até mesmo o recebimento/pagamento de salários.

Por isso, em 30 de junho de 1994, a partir da Medida Provisória nº 542, a URV foi convertida em moeda, originando assim o real, que por sua vez equivalia na data a uma URV. O real passou a vigorar a partir de 1º de julho de 1994 a equivalência de R\$1 = URV1 = CR\$2.750.

Além disso, esse período também foi marcado pela renegociação da dívida externa brasileira, que configurou uma novação da dívida de responsabilidade do setor público, quando em 15 de abril de 1994 o setor público efetua a troca da dívida, por uma combinação de seis bônus de emissão da República, dois deles com prazo de 30 anos de amortização, um com prazo de 20 anos, um com prazo de 18 anos e dois com prazo de 15 anos.

Com a dívida externa renegociada e a política cambial segura, sustentada pelo Plano Real, o ano de 1995 começa com a primeira tentativa frustrada do Banco Central de fixar bandas de flutuação ao câmbio. Esse cenário não conseguiu, porém, tirar do Banco Central o controle da flutuação da taxa cambial, visto que este se via obrigado a operar por leilões, num sistema que chegava quase ao modelo anterior a este, de “repasse” e “cobertura”.

Assim nesse momento de descontrole do câmbio, é instituído em 20 de junho de 1996 o Comitê de Política Monetária (Copom), com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. A criação do Comitê buscou proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório, a exemplo do que já era adotado pelo Federal Open Market Committee (FOMC) do Banco Central dos Estados Unidos e pelo Central Bank Council, do Banco Central da Alemanha. Em junho de 1998, o Banco da Inglaterra também instituiu o seu Monetary Policy Committee (MPC), assim como o Banco Central Europeu, desde a criação da moeda única em janeiro de 1999. Atualmente, uma vasta gama de autoridades monetárias em todo o mundo adota prática semelhante, facilitando o processo decisório, a transparência e a comunicação com o público em geral.

Desde 1996, o Regulamento do Copom sofreu uma série de alterações no que se refere ao seu objetivo, à periodicidade das reuniões, à composição, e às atribuições e competências de seus integrantes[22]. Destaca-se a adoção, pelo Decreto 3.088, em 21 de junho de 1999, da sistemática de "metas para a inflação" como diretriz de política monetária. Desde então, as decisões do Copom passaram a ter como objetivo cumprir as metas para a inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional. Formalmente, os

objetivos do Copom são “implementar a política monetária, definir a meta da Taxa Selic e seu eventual viés, e analisar o ‘Relatório de Inflação’”<sup>1</sup>.

Francisco Eduardo Pires de Souza e Cecília Rutkoski Hoff, em janeiro de 1999, sob pressão de uma violenta crise cambial, o governo brasileiro decide adotar o regime de câmbio flutuante. Seis meses depois, com a implantação do sistema de metas inflacionárias, completava-se o desenho de um novo modelo de política macroeconômica, que comportava também a geração de elevados superávits primários nas contas públicas. Neste novo arranjo, a taxa de juros básica da economia seria o principal instrumento para atingir a meta inflacionária, enquanto à taxa de câmbio flutuante ficaria reservado o papel de promover o ajuste do balanço de pagamentos.

Desde então se sucederam fases de estabilidade cambial e de grande volatilidade e desalinhamento da taxa de câmbio. Tendo resistido bem às fases de estresse, o novo regime cambial passou a desfrutar de aceitação ampla entre economistas e governo. No entanto, o Banco Central se mantém até os dias atuais operando pontualmente, no intuito de controlar a desvalorização e valorização da moeda.

É então que nesta conjuntura de adaptação das configurações econômicas mundiais, que em 26 de janeiro de 2000, o Conselho Monetário Nacional institui a resolução 2.689, no intuito de dispor sobre aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais. Assim 38 anos após a primeira lei destinada a regular o investimento estrangeiro o Brasil por meio da Resolução 2689 da CVM, volta a instituir bases ao investidor estrangeiro.

Concluimos aqui este capítulo, onde abordamos um panorama histórico do Sistema Financeiro Nacional em oito períodos previamente definidos, traçados e detalhados desde o início da implantação bancária até o controle e regulação do mercado nacional, de taxas de juros e flutuação cambial. E abrindo espaço a discussão do tema central desta monografia que é o comparativo da efetiva aplicação da Lei 4.131/62 e da Resolução 2.689/00 em sua atual aplicação no mercado brasileiro.

---

<sup>1</sup> Conforme abordado em O Regime Cambial Brasileiro: 7 Anos de Flutuação

### **3 – Comparativo da Lei 4.131/62 e Resolução 2.689/00**

Após discorrermos a cerca do Sistema Financeiro Nacional em nosso último capítulo, fazendo um apanhado histórico, dos acontecimentos que marcaram o mercado financeiro e a economia do Brasil, iremos efetuar agora um comparativo entre as Leis nº 4.131/62 e a Resolução 2.689/00, objetivos de nosso estudo, a fim de entender as regras administrativas e fiscais, a que os investidores estrangeiros estão expostos ao efetuar investimentos no Brasil.

Apresentaremos o nosso estudo comparativo de forma segregada em dois sub-capítulos. O primeiro apresentara as regras de conversão cambial (foco na questão administrativa – registro e conversão do câmbio e dos investimentos) e o segundo tratara da principal questão de nosso estudo, que são as regras fiscais a cerca da incidência das alíquotas de imposto de renda. Não iremos apresentar estudo sobre a cobrança de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Anexamos ao nosso estudo a Lei 4.131/62 (Anexo I) e a Resolução 2.689/00 (Anexo II).

Estruturaremos nosso estudo neste capítulo apresentando as questões de cada uma das regulamentações (Lei 4.131/62 e Resolução 2.689/00) individualmente. Apresentando as principais questões de cada uma delas conforme listado nos parágrafos anteriores e por fim discorreremos um comparativo das duas.

O investidor estrangeiro no Brasil possui o seu capital regulado a partir da origem do recurso e da destinação deste recurso, ou seja do investimento a que este se aplica. Ele pode tanto ser tributado como um investidor local, como pode sofrer alíquotas de IR particulares. As regulamentações aqui estudadas tratam exatamente desta questão. O tratamento fiscal a que é dado ao investidor pode ser baseado tanto em uma quanto em outra, seguindo as normas definidas pelo Bacen e pelo CMN.

Partindo de 1962, quando teve início a abertura do mercado brasileiro ao capital estrangeiro por meio da Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962 (ver anexo I – texto compilado com a Lei nº 4.390/64 e o Decreto nº 55.762/65, que regulamenta a Lei nº 4.131/62). Essa lei disciplina a cerca da aplicação do capital estrangeiro e de remessas de valores para o exterior. Ficando assim definido o registro dos capitais estrangeiros,

remessas e reinvestimentos, além das remessas de juros, “royalties” e por assistência técnica<sup>2</sup>.

A partir desta Lei sancionada em 1962, alterada pela Lei nº 4.390, de 29 de agosto de 1964, regulamentada pelo Decreto nº 55.762, de 17 de fevereiro de 1965, e posteriormente alterada, passou a ser obrigatório a toda e qualquer operação com países estrangeiros, que as documentações necessárias a comprovação das remessas fossem submetidas aos órgãos competentes da SUMOC<sup>3</sup> e da Divisão de Imposto de Renda.

Como disposto acima, os órgãos responsáveis por esse processo de regulação eram a SUMOC e a Divisão de Imposto de Renda. A SUMOC, a que já nos referimos no segundo capítulo desta monografia, foi instituída através do Decreto-Lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945. Sua função era exercer o “controle do mercado monetário” no Brasil, por exigência do Banco Mundial e do FMI, ambos nascidos em 1945, resultado da Conferência de Bretton Woods, em New Hampshire. O SUMOC simbolizou uma preparação do Brasil à organização de um Banco Central, cujo qual substituiu essa instituição a partir de sua fundação.

Assim como a SUMOC, a Divisão de Imposto de Renda também teve início na década de 50, mais precisamente em 13 de fevereiro de 1942, por meio do Decreto nº 8.758. No entanto esta divisão teve seu nome alterado para Departamento do Imposto de Renda em 30 de novembro de 1964, com a Lei nº 4.506 (ver Anexo III).

Dava início assim neste momento a regulação do capital estrangeiro no Brasil, que para fins da Lei 4.131/62, eram todos os bens, máquinas e equipamentos, entrados no país sem dispêndio inicial de divisas, destinados à produção de bens ou serviços, bem como os recursos financeiros ou monetários, introduzidos no país, para aplicação

---

<sup>2</sup> Consideram-se reinvestimentos para os efeitos da Lei nº 4.131, os rendimentos auferidos por empresas estabelecidas no País e atribuídos a residentes e domiciliados no exterior, e que forem reaplicados nas mesmas empresas de que procedem ou em outro setor da economia nacional – Redação dada pela Lei nº 4.390/64.

<sup>3</sup> A Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) foi a autoridade monetária anterior a criação do Banco Central do Brasil (BACEN). Foi extinto em 31 de março de 1965, quando o Banco Central do Brasil começou as suas atividades.



em atividades econômicas desde que, em ambas as hipóteses, pertençam a pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior.

A partir então de 1962, o capital estrangeiro passou a não diferir do capital nacional frente a questões fiscais, sendo este assim como o nacional descontado até mesmo em fonte em alguns momentos.

Em 1964, a Lei 4.390 complementou a Lei nº 4.131 em alguns pontos, tais quais a questão do registro do reinvestimento tanto em moeda nacional, quanto na moeda do país de origem da operação; incluiu a Lei regulamentada que o Conselho da SUMOC seria responsável por determinar os comprovantes exigidos a concessão do registro do capital estrangeiro; incluiu ainda que a transferência de recursos por meio de juros, amortização, dividendos, royalties assistência técnica científica, administrativa e semelhantes, passa a estar sujeito ao pagamento do imposto de renda sobre a operação; entre outras alteração e inclusões efetuadas pela 4.390/64.

Ainda em 1964, com a criação do Bacen, a SUMOC foi então extinta, tendo todas as atribuições repassadas a esta instituição. A partir de então, todo investimento estrangeiro passou a ser registrado no Bacen. Tal registro é essencial para a remessa de lucros ao exterior, para o repatriamento de capital e para o registro de reinvestimento de lucros.

No entanto até hoje a Lei nº 4.131/62 ainda apresenta o nome da SUMOC em seu material, mas conforme Lei nº 4.595/64 Art. 8º, lei esta que promulga a criação do Banco Central em 31 de dezembro de 1964, está disposto o seguinte:

“Art. 8º - A atual Superintendência da Moeda e do Crédito é transformada em autarquia federal, tendo sede e foro na Capital da República, sob a denominação de Banco Central da República do Brasil, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, este constituído dos bens, direitos e valores que lhe são transferidos na forma desta Lei e ainda da apropriação dos juros e renda resultantes, na data da vigência desta Lei, do disposto no art.9º do Decreto-lei número 8495, de 28 de dezembro de 1945, dispositivo que ora é expressamente revogado.

Parágrafo único. Os resultados obtidos pelo Banco Central da República do Brasil serão incorporados ao seu patrimônio. (1)

(Onde se lê Banco Central da República do Brasil leia-se Banco Central do Brasil, conforme DL 278/67).”

Houve alguns decretos, decretos-lei, leis e medidas provisórias ainda que afetaram a Lei nº 4.131, porém sem tanto destaque, tais quase:

- i. Decreto 59.469/66 => Prorroga Art.9º;
- ii. Decreto-Lei 37/66 => Revoga Art.15;
- iii. Decreto-Lei 94/66 => Revoga Art.17 e 19;
- iv. Decreto 60.838/67 => Regulamenta o Art.29 (Revogado pelo Decreto 84.892/80);
- v. Decreto-Lei 862/69 => Altera Art.45 (Revogado pela Lei 8.685/93);
- vi. Decreto-Lei 1.429/75 => Altera percentual Art.45 (Revogado pela Lei 8.685/93);
- vii. Decreto-Lei 1.986/82 => Isenta de impostos o Art.43 (Alterado pela Lei 8.383/91);
- viii. Decreto-Lei 2.073/83 => Altera Art.43 (Alterado pela Lei 8.383/91);
- ix. Decreto 365/91 => Registro de reinvestimento Externo;
- x. Lei 8.383/91 => Altera Art.43 e revoga Art.44;
- xi. Lei 8.685/93 => Revoga Art.45;
- xii. Lei 9.069/95 => Altera Art.23 e 58 (Conversão da Medida Provisória 1.027);
- xiii. Medida Provisória 2.224/01 => Altera Art.6º e 58; e
- xiv. Lei 11.371/06 => Acresce § 7º ao Art.23.

No entanto somente com a Resolução 2.689, de 26 de janeiro de 2000, que dispõe sobre aplicações de investidores não residentes nos mercados financeiros e de capitais. O investimento estrangeiro no Brasil voltou a ser assunto no mercado. Desta forma, o BACEN torna público, que o Conselho Monetário Nacional (CMN) resolveu estabelecer as disposições previstas nessa resolução.

Essa resolução, diferente da Lei nº 4.131 de 1962, faz tratamento ao investidor estrangeiro e não ao capital estrangeiro. No entanto, assim como a Lei de 1962, este material do CMN estipula algumas regras quanto a operações financeiras com o exterior, tais quais regras à contratação de câmbio e destinação de recursos.

De acordo com esta Resolução, para investir no Brasil o investidor estrangeiro deve contratar instituição para atuar como:

- Representante Legal

Responsável por apresentar todas as informações de registro para as autoridades brasileiras. Quando o representante for uma pessoa física ou jurídica não financeira, o investidor deve nomear uma instituição financeira devidamente autorizada pelo Banco Central, que será co-responsável pelo cumprimento das obrigações do representante.

- Representante Fiscal

Responsável pelos assuntos tributáveis e fiscais em nome do investidor perante as autoridades brasileiras.

- Custodiante

Responsável por manter atualizados os documentos e controlar todos os ativos do investidor estrangeiro em contas segregadas e fornecer a qualquer momento informações solicitadas pelas autoridades ou pelo investidor.

Desta forma, os ativos financeiros e ações negociadas, bem como outras formas de aplicações financeiras, devem ser registradas e mantidas em custódia ou em depósitos bancários por uma instituição autorizada pela CVM e pelo Bacen.

A questão tributária é também importante neste cenário. O investimento internacional em ações passam a ser isentos de imposto de renda sob ganhos de capital. Investimentos oriundos de países ou dependências que não tributam a renda ou que tributem a uma alíquota inferior a 20% são tributados, como os investidores locais, esses casos são chamados de países com “tributação favorecida” e/ou “paraísos fiscais”.

Assim com este enfoque no investimento e não mais na entrada de recurso apenas, que a 2.689/00 começa a legislar e regular o investidor estrangeiro no Brasil.

Considerando para tanto as questões tributárias, pouco citadas na 4.131/62, que tratava quase que exclusivamente da entrada e saída de recursos no país e focava a destinação dos recursos a investimentos diretos, escopo principal desta monografia.

Por fim, a fim de demonstrar uma análise da Lei 4.131/62, em todas as suas alterações, e da Resolução 2.689/00, faremos uma análise segregando em sub-capítulos assuntos importantes ao estudo desta monografia, tais quais os pontos abordados nestes materiais referentes as questões de: conversão cambial, regulamentação (limites previstos e multas/penalidades) e disposições fiscais.

### **3.1 - Câmbio conversão**

Conforme já observado, a Lei 4.131 de 1962 deu início ao registro do capital estrangeiro no país, dando assim, o mesmo tratamento dado ao capital nacional. Deveria ser registrado de acordo com a moeda de seu país de origem e em moeda nacional, realizada a conversão à taxa cambial do período durante o qual foi comprovadamente efetuado o investimento.

O capital estrangeiro que entrasse no País, qualquer que seja sua forma de ingresso, bem como de operação financeiras com o exterior, passava a ficar instituído seu registro no Banco Central do Brasil, conforme regulamentado na Lei 4.131/62, no qual serão registrados:

- os capitais estrangeiros que ingressarem no País sob a forma de investimento direto ou de empréstimo, quer em moeda, quer em bens;
- as remessas feitas para o exterior como retorno de capitais ou como rendimentos desses capitais, lucros, dividendos, juros, amortizações, bem como as de royalties", de pagamento de assistência técnica, ou por qualquer outro título que impliquem transferência de rendimentos para fora do País;
- os reinvestimentos de lucros dos capitais estrangeiros; e
- as alterações do valor monetário do capital das empresas, procedidas de acordo com a legislação em vigor.

Fica então regulamentado, quanto ao registro de capital estrangeiro no País, conforme disposto no Art 5º da Lei 4.131/62 que:

“Art. 5º - O registro do investimento estrangeiro será requerido dentro de 30 (trinta) dias da data de seu ingresso no País e independente do pagamento de qualquer taxa ou emolumento. No mesmo prazo, a partir da data da aprovação do respectivo registro contábil pelo órgão competente da empresa, proceder-se-á ao registro dos reinvestimentos de lucros.

§ 1º - Os capitais estrangeiros e respectivos reinvestimentos de lucros já existentes no País também estão sujeitos a registro, o qual será requerido por seus

proprietários ou responsável pelas empresas em que estiverem aplicados, dentro do prazo de 180 (cento e oitenta) dias da data da publicação desta Lei.

§ 2º - O Conselho Monetário Nacional determinará quais os comprovantes a serem exigidos para concessão do registro dos capitais de que trata o parágrafo anterior.”

O artigo 23 da Lei 4.131/62 trata das exigências, quanto ao registro das operações cambiais, estabelecendo que estas sejam realizadas utilizando como veículo um estabelecimento autorizado a operar câmbio, com intervenção de corretor oficial quando previsto em lei ou regulamento, segundo normas do Bacen. Toda operação que não atender ao Código de Classificação adotado pela Bacen, só poderá ser realizados através do Banco do Brasil S.A.

Informações falsas imputadas no formulário estarão sujeitas a multas, puníveis aos estabelecimentos bancários, aos corretores e aos clientes. Os valores das multas são avaliados entre 5% e 300% do valor da operação, conforme pode ser observado no anexo I desta monografia.

Por sua vez, o Bacen, em seu relatório de “Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais”, estabelece a utilização e preenchimento de um contrato de câmbio, que é “o instrumento específico firmado entre o vendedor e o comprador de moeda estrangeira com a intervenção de corretor oficial quando previsto em lei ou regulamento, respondendo ambos pela identidade do cliente, assim como pela correta classificação das informações por este prestadas, segundo normas fixadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito”[23] (extinta SUMOC, hoje Banco Central do Brasil – Bacen). Ou seja, o Contrato de câmbio é nada mais do que o documento a ser preenchido ao prestamento exigido pela Lei 4.131/62.

O tratamento do capital estrangeiro, conforme mencionado no início deste capítulo também se dá pelas regulamentações da Resolução 2.689/00, que diferente da Lei 4.131/62, dá tratamento ao investimento e não as remessas de recursos. Assim todo e qualquer investimento registrado no mercado Financeiro Brasileiro, fica sujeito ao cumprimento da Resolução 2.689/00.

No sub-capítulo 3.2 desta monografia, trataremos da questão tributária, onde abriremos para os investimentos nacionais as alíquotas descritas na resolução 2.689/00 e o seu tratamento, em contrapartida as estabelecidas ao investidor local.

Fica desta forma estabelecido o tratamento à conversão do capital estrangeiro, regulamentado pela Lei 4.131/62 e pela Resolução 2.689/00.

### **3.2 – Disposições fiscais**

O tratamento tributário conferido às aplicações nos mercados financeiro e de capitais brasileiro por investidores não-residentes difere, basicamente, em função da origem dos recursos.

Faremos nossa análise das questões fiscais considerando estritamente a questão do Imposto de Renda sobre as operações financeiras e de investimentos diretos. Não consideraremos em nosso estudo a questão do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).

Assim podemos dar dois tratamentos legais à tributação dos investimentos estrangeiros. Como já vimos no sub-capítulo, os investimentos diretos são legislados pela Lei 4.131/62, enquanto que os investimentos em ativos listados em bolsa, fundos de investimento, operações derivativas registradas em bolsa de liquidação futura, títulos públicos e privados entre outros instrumentos, seguem o disposto na resolução 2.689/00 do CMN.

Faremos aqui uma análise preliminar com base no disposto na Lei 4.131/62 e posteriormente na Resolução 2.689/00. Por fim faremos nossas considerações finais a questão tributária segundo essas duas normas.

Enquanto a Lei 4.131/62 sujeita a descontos de imposto de renda na fonte apenas os investimentos diretos estrangeiros, e/ou recebíveis, não tratando os investimentos realizados em ativos negociados em Bolsa de Valores, a Resolução 2.689/00, trata da tributação em fundos de investimento, ações listadas em bolsa, derivativos, entre outros conforme discorreremos abaixo.

A Lei 4.131/62 estabelece cobrança de imposto de renda igual à destinada aos investidores nacionais, aos seguintes instrumentos:

- dividendos e ações ao portador e quaisquer bonificações a elas atribuídas;
- os interesses e quaisquer outros rendimentos e proventos de títulos ao portador, denominados “Parte Beneficiárias” ou “Parte Fundador”;
- os lucros, dividendos e quaisquer outros benefícios e interesse de ações nominativas ou de quaisquer títulos nominativos do capital de pessoas



jurídicas, percebidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, ou por filiais ou subsidiárias de empresas estrangeiras.

Adicionalmente, as pessoas jurídicas que tenham predominância de capital estrangeiro ou sejam filiais ou subsidiárias de empresas com sede no exterior ficam sujeitas às normas e às alíquotas do imposto de renda estabelecidas na legislação deste tributo.

Existe ainda o imposto suplementar, de que trata a Lei 4.131/62, sobre o montante dos lucros e dividendos líquidos relativos a investimento em moeda estrangeira distribuídos, onde fica sujeito a um imposto suplementar de renda, sempre que a média das distribuições em um triênio, exceder a 12% do capital e reinvestimentos registrados. Ver abaixo tabela de cobrança do imposto suplementar:

**(QUADRO 1)**

<b>Entre 12% e 15% de lucro sobre o capital estrangeiro</b>	<b>40%</b>
<b>Entre 15% e 25% de lucro sobre o capital estrangeiro</b>	<b>50%</b>
<b>Acima de 25% de lucro sobre o capital estrangeiro</b>	<b>60%</b>

Concluimos assim acerca do disposto na Lei 4.131/62, quanto a questão tributária. Trataremos a partir de agora antes de obter uma conclusão final comparativa das duas regulamentações, o que está disposto na resolução 2.689/62.

Segundo estabelecido na 2.689/62, uma vez atendidas às condições previstas nas normas do Conselho Monetário Nacional – já apresentadas nos parágrafos anteriores-, fazem jus a benefícios fiscais no Brasil os investidores oriundos de localidades que não tenham “tributação favorecida” – válido apenas nos casos de investimentos regulados pela 2.689/00.

A Resolução estabelece ainda cobrança diferenciada do imposto de renda (IR) aos investidores estrangeiros fora de locais com “tributação favorecida”, onde em alguns casos inclusive isenta o investidor da alíquota do IR.

A Resolução 2.689/00 do CMN estabelece cobrança de imposto de renda, aos seguintes instrumentos:

- Títulos privados e fundos de Renda Fixa;
- Títulos públicos<sup>4</sup>;
- Fundos de investimento exclusivo, com 98% da carteira em títulos públicos;
- Fundos de Investimento em Participações (FIP)<sup>5</sup>;
- Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIC-FIP);
- Fundos de Investimento em Empresas Emergentes;
- Swap;
- Fundos de Investimento em ações;
- Ações ou índices de ações<sup>6</sup>;
- Futuros referenciados em produtos agropecuários (commodities); e
- Demais derivativos.

A fim de concluir a cerca desse capítulo, demonstraremos a seguir, dois quadros a cerca da tributação do IR por investimento, conforme determina a Resolução 2.689/00 do CMN, que estabelece tratamento fiscal diferenciados a cada tipo de investimento, conforme informamos acima. Consideremos então uma tabela aos investidores provenientes de países com tributação igual ou superior a 20% e uma tabela aos investidores oriundos de locais com “tributação favorecida”, que estarão sujeitos a

---

<sup>4</sup> Os títulos públicos federais adquiridos com compromisso de revenda não fazem jus à isenção do IR.

<sup>5</sup> A isenção não se aplica ao investidor que, isoladamente ou em conjunto com pessoas ligadas, represente 40% ou mais da totalidade das cotas ou cujas cotas lhe derem direito a rendimento superior a 40% do total dos rendimentos.

<sup>6</sup> Nos casos de investimentos listados em Bolsa de Valores, não se aplica a cobrança de imposto de renda, estando estes instrumentos, neste caso, isentos da tributação.

tributação é igual a dos investidores locais, aplicando-se assim a 4.131/62. Seguem abaixo os dois quadros:

➤ Países com tributação igual ou superior a 20% (**QUADRO 2**):

Aplicações/Investimentos	Alíquota IR	
Títulos Públicos	ISENTO	
Fundos de Investimento exclusivo que tenham mais de 98% de sua carteira em Títulos Públicos		
FIP		
FIC-FIP		
FIEE		
Títulos Privados e Fundos de Renda Fixa	15%	
Swap	10%	
Fundos de Investimento em Ações		
	Listados em bolsa	Fora de bolsa
Ações ou índices de ações	ISENTO	15%
Commodities		10%
Demais derivativos		

➤ Países com tributação favorecida (**QUADRO 3**):

Aplicações/Investimentos	Alíquota IR	
Títulos Públicos	até 180 dias: 22,5%	
Títulos Privados	de 181 a 360 dias: 20%	
Fundos de Renda Fixa - Longo prazo	de 361 a 720 dias: 17,5%	
Swap	acima de 720 dias: 15%	
Fundos de Renda Fixa - Curto prazo	até 180 dias: 22,5%	
	de 181 a 360 dias: 20%	
Fundos de Investimento em Ações	15%	
FIP		
FIC-FIP		
FIEE		
	Listados em bolsa	Fora de bolsa
Ações ou índices de ações	15%	
Commodities		
Demais derivativos		
Day trade	20%	

#### **4 – Arcabouço institucional e tributário**

O arcabouço institucional e tributário do Sistema Financeiro brasileiro é formado por instituições reguladoras e fiscalizadores que regem e legislam sobre o mercado, de forma a controlar o mesmo. Como já exposto no segundo capítulo desta monografia, as principais instituições, que formam o esqueleto do mercado de capitais brasileiro, legislam e regulam a política monetária e cambial são o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Conselho Monetário Nacional.

Faremos a distribuição desse capítulo em três sub-capítulos, onde o primeiro fará a apresentação do Banco Central do Brasil, “o banco dos bancos”, considerando as leis, decretos e decretos-lei que legislaram a cerca da formação deste, além de apresentar uma galeria com todos os presidentes do Banco Central, de Dênio Chagas Nogueira, o primeiro presidente, a Henrique de Campos Meirelles, atual presidente.

O segundo apresentará a Comissão de Valores Mobiliários, “o regulador do mercado de capitais”. Desde sua formação em 1976 até os dias de hoje, traçando suas mudanças históricas, estrutura administrativa e responsabilidades como autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda do Brasil.

E para concluir este capítulo discorreremos a cerca do Conselho Monetário Nacional.

#### **4.1 – Banco Central do Brasil (BACEN)**

O Banco Central do Brasil é uma autarquia federal integrante do Sistema Financeiro Nacional, foi criado em 31 de dezembro de 1964, com a promulgação da Lei nº 4.595.

Antes da criação do Banco Central, o papel de autoridade monetária era desempenhado pela SUMOC, pelo Banco do Brasil - BB e pelo Tesouro Nacional.

A SUMOC, criada em 1945 com a finalidade de exercer o controle monetário e preparar a organização de um banco central, tinha a responsabilidade de fixar os percentuais de reservas obrigatórias dos bancos comerciais, as taxas do redesconto e da assistência financeira de liquidez, bem como os juros sobre depósitos bancários. Além disso, supervisionava a atuação dos bancos comerciais, orientava a política cambial e representava o País junto a organismos internacionais.

O Banco do Brasil desempenhava as funções de banco do governo, mediante o controle das operações de comércio exterior, o recebimento dos depósitos compulsórios e voluntários dos bancos comerciais e a execução de operações de câmbio em nome de empresas públicas e do Tesouro Nacional, de acordo com as normas estabelecidas pela SUMOC e pelo Banco de Crédito Agrícola, Comercial e Industrial. Enquanto que o Tesouro Nacional era o órgão emissor de papel-moeda.

Após a criação do Banco Central buscou-se dotar a instituição de mecanismos voltados ao desempenho do papel de "banco dos bancos". Em 1985 foi promovido o reordenamento financeiro governamental com a separação das contas e das funções do Banco Central, Banco do Brasil e Tesouro Nacional. Em 1986 foi extinta a conta movimento e o fornecimento de recursos do Banco Central ao Banco do Brasil passou a ser claramente identificado nos orçamentos das duas instituições, eliminando-se os suprimentos automáticos que prejudicavam a atuação do Banco Central.

O processo de reordenamento financeiro governamental se estendeu até 1988, quando as funções de autoridade monetária foram transferidas progressivamente do Banco do Brasil para o Banco Central, enquanto as atividades atípicas exercidas por

esse último, como as relacionadas ao fomento e à administração da dívida pública federal, foram transferidas para o Tesouro Nacional.

A Constituição Federal de 1988 estabeleceu dispositivos importantes para a atuação do Banco Central, dentre os quais destacam-se o exercício exclusivo da competência da União para emitir moeda e a exigência de aprovação prévia pelo Senado Federal, em votação secreta, após arguição pública, dos nomes indicados pelo Presidente da República para os cargos de presidente e diretores da instituição. Além disso, vedou ao Banco Central a concessão direta ou indireta de empréstimos ao Tesouro Nacional.

A Constituição de 1988 prevê ainda, em seu artigo 192, a elaboração de Lei Complementar do Sistema Financeiro Nacional, que deverá substituir a Lei 4.595/64 e redefinir as atribuições e estrutura do Banco Central do Brasil.

No que tange a composição e formação dos líderes desta organização, inicialmente era formada por presidentes e diretores escolhidos entre os membros do Conselho Monetário Nacional. Isto mudou em 1974. Além dessa, houve mudanças significativas na estrutura e composição da Diretoria ao longo de sua história. Algumas áreas atuais têm raízes nos primórdios da história do Banco Central, enquanto outras existiram apenas por um breve período.

Abaixo, faremos um demonstrativo da evolução legal da composição histórica da Diretoria e uma galeria com todos os presidentes do Banco Central, desde a fundação deste em 1964.

#### **A – Composição Histórica Estrutural da Diretoria:**

Leis e decretos que legislam a cerca do Banco Central do Brasil.

**(QUADRO 4)**

<b>Lei/Decreto/Decreto-lei</b>	<b>Disposto</b>	<b>Configuração</b>
Artigo 14º da Lei 4.595 - 31.12.64	Cria o Banco Central do Brasil e estabelece que "o Banco Central será administrado por uma Diretoria de 4 (quatro) membros, um dos quais será o Presidente, escolhidos pelo Conselho Monetário Nacional dentre seus membros mencionados no inciso IV, do artigo 6º, desta Lei"	4 integrantes: 1 presidente e 3 diretores
Lei 5.362 - 30.09.67	Eleva para 5 os membros da Diretoria	5 integrantes: 1 presidente e 4 diretores
Lei 6.045 - 15.5.74	Altera a composição da Diretoria para 6 membros (1 presidente e 5 diretores), "nomeados pelo Presidente da República, escolhidos entre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros, sendo demissíveis ad nutum"; os diretores deixam de ser membros do Conselho Monetário Nacional, participando das reuniões do CMN sem direito a voto	6 integrantes: 1 presidente e 5 diretores
Decreto-lei 1.795 - 8.7.80	Altera a composição da Diretoria para 7 membros (1 presidente e 6 diretores)	7 integrantes: 1 presidente e 6 diretores
Decreto 88.008 - 29.12.82	Extingue um cargo de diretor, reduzindo a composição da Diretoria para 6 membros	6 integrantes: 1 presidente e 5 diretores
Decreto 91.148 - 15.3.85	Altera a composição da Diretoria para 8 membros (1 presidente e 7 diretores) e dá ao Presidente do Bacen a competência para definir as atribuições dos membros da Diretoria	8 integrantes: 1 presidente e 7 diretores
Decreto 91.961 - 19.11.85	Eleva a composição da Diretoria para 9 membros (1 presidente e 8 diretores), mantendo a competência do Presidente para definir as atribuições dos membros da Diretoria	9 integrantes: 1 presidente e 8 diretores

**B – Galeria dos Presidentes:**

Abaixo apresentamos um demonstrativo histórico dos presidentes do Banco Central desde a sua fundação até os dias de hoje.

**(QUADRO 5)**

Nome	Nomeação			Exoneração	
	Decreto	Publicação	Posse	Decreto	Publicação
Dênio Chagas Nogueira	09/04/1965	12/04/1965	13/04/1965	21/03/1967	21/03/1967
Ruy Aguiar da Silva Leme	30/03/1967	31/03/1967	31/03/1967	09/02/1968	12/02/1968
Ary Burger – interino	07/02/1968		s.d.	21/02/1968	
Ernane Galvêas	21/02/1968	21/02/1968	22/02/1968	15/03/1974	15/03/1974
Paulo Hortêncio Pereira Lira	15/03/1974	15/03/1974	19/03/1974	14/03/1979	14/03/1979
Carlos Brandão	15/03/1979	15/03/1979	16/03/1979	17/08/1979	17/08/1979
Ernane Galvêas	17/08/1979	17/08/1979	17/08/1979	17/01/1980	18/01/1980
Carlos Geraldo Langoni	18/01/1980	18/01/1980	21/01/1980	02/09/1983	02/09/1983
Affonso Celso Pastore	02/09/1983	05/09/1983	05/09/1983	14/03/1985	14/03/1985
Antônio Carlos Braga Lemgruber	15/03/1985	15/03/1985	15/03/1985	26/08/1985	28/08/1985
Fernão Carlos Botelho Bracher	27/08/1985	28/08/1985	22/08/1985	10/02/1987	11/02/1987
Francisco Roberto André Gros	10/02/1987	11/02/1987	11/02/1987	28/04/1987	30/04/1987
Lycio de Faria – interino	30/04/1987		30/04/1987	04/05/1987	
Fernando Milliet de Oliveira	04/05/1987	05/05/1987	05/05/1987	08/03/1988	09/03/1988
Elmo Araújo Camões	08/03/1988	09/03/1988	09/03/1988	21/06/1989	22/06/1989
Wadico Waldir Bucchi – interino	22/06/1989	23/06/1989	23/06/1989	14/03/1990	14/03/1990
Ibrahim Eris	15/03/1990	15/03/1990	15/03/1990	16/05/1991	17/05/1991
Francisco Roberto André Gros	16/05/1991	17/05/1991	16/05/1991	12/11/1992	16/11/1992
Gustavo Jorge Laboissière Loyola	12/11/1992	13/11/1992	17/11/1992	25/03/1993	29/03/1993
Paulo César Ximenes Alves Pereira	25/03/1993	26/03/1993	29/03/1993	08/09/1993	09/09/1993
Pedro Sampaio Malan	08/09/1993	09/09/1993	09/09/1993	31/12/1994	31/12/1994
Gustavo Henrique de Barroso Franco - interino	31/12/1994	31/12/1994	31/12/1994	11/01/1995	
Pérsio Arida	10/01/1995	11/01/1995	12/01/1995	12/06/1995	13/06/1995
Gustavo Jorge Laboissière Loyola	12/06/1995	13/06/1995	13/06/1995	19/08/1997	20/08/1997
Gustavo Henrique de Barroso Franco - interino	19/08/1997	20/08/1997	20/08/1997	03/03/1999	04/03/1999
Armínio Fraga Neto	03/03/1999	04/03/1999	04/03/1999	31/12/2002	01/01/2003
Henrique de Campos Meirelles	01/01/2003	01/01/2003	02/01/2003	em exercício	



## **4.2 – Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda do Brasil, instituída pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, lei absolutamente inovadora para a sua época diga-se de passagem. A criação da CVM foi baseada na SEC americana. Seus idealizadores foram dois renomados juristas, o advogado Dr. José Luiz Bulhões Pedreira e o professor de direito Dr. Alfredo Lamy Filho.

A Lei que instituiu a cerca da fundação da CVM, juntamente com a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76, alterada pela 11.638/07) disciplinam o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas. Durante muitos anos o maior trabalho da CVM foi interpretar e regulamentar a Lei das Sociedades por Ações. Ao longo dos anos, a Lei 6.385/76 foi alterada algumas, ver abaixo lista de leis e decretos que promoveram essas alterações:

- Lei nº 6.422, de 8 de junho de 1977;
- Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997;
- Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001;
- Decreto nº 3.995, de 31 de outubro de 2001; e
- Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002.

A composição dos líderes da CVM, com sede na cidade do Rio de Janeiro, é formada por um Presidente e quatro Diretores nomeados pelo Presidente da República. O Presidente e a Diretoria constituem o Colegiado, que define políticas e estabelece práticas a serem implantadas e desenvolvidas pelo corpo de Superintendentes, a instância executiva da CVM.

O Superintendente Geral acompanha e coordena as atividades executivas da comissão, auxiliado pelos demais Superintendentes, pelos Gerentes a eles subordinados e pelo Corpo Funcional. Esses trabalhos são orientados, especificamente, para atividades relacionadas à empresas, aos intermediários financeiros, aos investidores, à

fiscalização externa, à normatização contábil e de auditoria, aos assuntos jurídicos, ao desenvolvimento de mercado, à internacionalização, à informática e à administração.

O colegiado ainda conta com o suporte direto da Chefia de Gabinete, da Assessoria de comunicação social, da Assessoria Econômica e da Auditoria Interna.

Desde a fundação da CVM, o mercado evoluiu, as regras vêm passando por mudanças cada vez mais rápidas e a CVM tem trabalhado de forma exemplar na adequação de suas regras, olhando muito de perto o que ocorre no mundo todo e abrindo discussões que passam por audiência pública até serem definitivamente transformadas em instrução. A CVM desde então adquiriu poderes para disciplinar, normalizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado. Seu poder de normalizar abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários. Assim a CVM tem a função de:

- Assegurar o funcionamento eficiente e regular os mercados de bolsa e de balcão;
- Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- Assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

Além disso, cabe a CVM disciplinar a cerca das seguintes matérias:

- Registro de companhias abertas;
- Registro de distribuições de valores mobiliários;
- Credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;
- Organização, funcionamento e operações das bolsas de valores;
- Negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- Administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- Suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações; e
- Suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores.

### **4.3 – Conselho Monetário Nacional (CMN)**

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional. Foi criado pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e sofreu algumas alterações em sua composição ao longo dos anos. O CMN atua como órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional[24].

O CMN tem a responsabilidade de estabelecer as diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditória, regular as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras e disciplinar os instrumentos de política monetária e cambial, objetivando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do País.

Segundo o artigo 8º da Lei nº 6.069/95, integram o CMN o Ministro da Fazenda (Presidente), o Ministro do Planejamento e Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil (Bacen).

Atualmente, o corpo de membros do CMN, está assim formado[25]:

- Ministro da Fazenda => Guido Mantega;
- Ministro do Planejamento Orçamento e Gestão => Paulo Bernardo Silva; e
- Presidente do Banco Central do Brasil => Henrique de Campos Meirelles.

Os membros do CMN reúnem-se uma vez por mês para deliberarem sobre assuntos relacionados com as competências deste. Em casos extraordinários pode acontecer mais de uma reunião por mês. As matérias aprovadas são regulamentadas por meio de Resoluções, normativo de caráter público, sempre divulgado no Diário Oficial da União (DOU) e na página de normativos do Banco Central do Brasil. De todas as reuniões são lavradas atas, cujo extrato é publicado no DOU.

Junto ao CMN funciona a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (Comoc), composta pelo Presidente do Bacen, na qualidade de Coordenador, pelo Presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pelo Secretário Executivo do Ministério do Planejamento e Orçamento, pelo Secretário Executivo do Ministério da Fazenda, pelo Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, pelo Secretário do Tesouro

Nacional do Ministério da Fazenda e por quatro diretores do Bacen, indicados por seu Presidente.

Atualmente, o corpo de membros da Comoc, está assim formado:

- Presidente do Banco Central do Brasil => Henrique de Campos Meirelles;
- Presidente da CVM => Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana;
- Secretário-Executivo do Ministério do Planejamento e Orçamento => João Bernardo de Azevedo Bringel;
- Secretário-Executivo do Ministério da Fazenda => Nelson Machado;
- Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda => Nelson Henrique Barbosa Filho
- Secretário do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda => Arno Hugo Augustin Filho;
- Diretores do Banco Central do Brasil => \*nota: segundo a lei, são "quatro Diretores do Banco Central do Brasil, indicados pelo seu Presidente". Como esta indicação é alterada de acordo com a pauta das reuniões, todos os diretores do Bacen tornam-se membros potenciais da Comoc.

O Bacen é a Secretaria-Executiva do CMN e da Comoc. Compete ao Banco Central organizar e assessorar as sessões deliberativas (preparar, assessorar e dar suporte durante as reuniões, elaborar as atas e manter seu arquivo histórico).

Adicionalmente, está previsto o funcionamento também junto ao CMN de comissões consultivas de Normas e Organização do Sistema Financeiro, de Mercado de Valores Mobiliários e de Futuros, de Crédito Rural, de Crédito Industrial, de Crédito Habitacional e para Saneamento e Infra-Estrutura Urbana, de Endividamento Público e de Política Monetária e Cambial.

## **5 – IDE aplicado a partir da Lei 4.131/62 e da Resolução 2.689/00**

Conforme analisado em capítulos anteriores, o IDE ou Investimento Direto Estrangeiro ele é tratado legalmente e fiscalmente no Brasil, conforme normas do Bacen e do CMN. Assim existem duas formas de tratar os resultados obtidos pelos investidores estrangeiros.

Este capítulo objetiva realizar um comparativo prático do Investimentos Diretos Estrangeiros sob duas regulamentações a 4.131/62 e a 2.689/00. Para efetuar este comparativo tomaremos como base o investimento veiculado a um Fundo de Investimento Offshore, com objetivo de investimento em Private Equity, fundo este que atua nos mesmos moldes dos investimentos de um Fundo de Investimento em Participações no mercado nacional.

Desta forma, neste capítulo assim como em capítulos anteriores, apresentaremos o nosso estudo segregado em sub-capítulos. Serão distribuídos três sub-capítulos. O primeiro apresentará, o que é um Fundo de Investimento Offshore, como é o mercado brasileiro para este tipo de fundo e o crescimento nos últimos anos do mercado de Private Equity<sup>7</sup> no Brasil.

O segundo irá apresentar dois cenários possíveis de investimento para um Fundo Offshore no Brasil e apresentaremos o comparativo fiscal das duas alternativas. E assim, com base nas etapas aqui abordadas, apresentaremos uma conclusão para este estudo quanto à melhor forma de um investidor estrangeiro obter resultado em investimento direto no País, ou seja, via regulamentação da Lei 4.131/62 ou da Resolução 2.689/00. Os cenários serão conforme tópicos abaixo:

- Investimento direto, sem utilização de veículos (baseado na Lei 4.131/62). O Fundo Offshore destinará 1.000 dólares (utilizaremos o dólar como moeda) para investir em uma determinada empresa sem ações listadas em bolsa; e

---

<sup>7</sup> Private Equity é o investimento de capital institucional e privado em empresas de capital fechado – ou seja, que não possuem suas ações listadas em bolsa de valores, com o objetivo de alavancar seu desenvolvimento.

- Investimento via Fundo de Investimento em Participações (FIP), onde o Fundo Offshore terá menos de 40% do total de cotas do FIP.

## **5.1 – Fundo de Investimento Offshore – Private Equity**

Para darmos início a este assunto, precisamos primeiro estabelecer o que é um Fundo de Investimento e posteriormente de que se trata um Fundo de Investimento Offshore destinado a investir em instrumentos Private Equity[26].

Segundo Tatiana Rocha (ROCHA, 2003)[27], os fundos de investimento funcionam como um condomínio de investidores que visa proporcionar um retorno maior do que como estivessem agindo isoladamente, inclusive possibilitando uma diminuição do risco que este tipo de investimento pode trazer.

Os investidores compram cotas do fundo e depois vendem essas cotas ao resgatar seus recursos. O ganho ou perda se dará pela diferença entre o valor da cota de entrada e o valor da cota na saída do fundo.

Mas o que são os Fundos de Investimento Offshore – Private Equity? Segundo classificação da ANBID, Fundo Offshore é aquele constituído fora do território brasileiro, mas cujo gestor localiza-se no Brasil[28]. Por fim a classificação de Private Equity que é todo investimento realizado em ações de empresas, cujas cotas não estão negociadas em bolsa de valores, objetivando ganhos/resultados alavancados de seus investimentos. Assim, um fundo de investimento Offshore – Private Equity com gestão no mercado brasileiro é um fundo registrado fora do território nacional, que veicula seus investimentos em ativos não listados em bolsa de valores.

Desta forma, o investidor estrangeiro tem a sua disposição um veículo para efetuar seus investimentos no Brasil, sem para isso ter que adquirir participação na empresa investida diretamente.

Segundo o Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas (GVCepe), a indústria de Private Equity (PE) no Brasil deve crescer de 25% a 30% em captação e investimentos em relação ao ano de 2009. De acordo com o levantamento, desde 2005, o crescimento dos investimentos nessa indústria no Brasil foi em média de 50% ao ano. Em 2004, o volume de recursos somava R\$ 6 bilhões e, no fim de 2009, era de R\$ 34 bilhões. Com isso, a indústria de fundos de participações em



empresas saltou de 1% para 2,2% do Produto Interno Bruto Brasileiro (PIB) em cinco anos.

"O crescimento do volume de capital voltado para investimentos de private equity está relacionado a uma série de fatores positivos, como a estabilidade da economia brasileira e a abundância de recursos de investidores estrangeiros", disse Cláudio Furtado, coordenador do GVcepe[29].

Entretanto, mesmo diante do crescimento da indústria em mais de R\$ 25 bilhões em cinco anos, o Brasil ainda está abaixo das médias internacionais, que é um total de capital comprometido pelos fundos de private equity de 3,5% do PIB. A expectativa do GVcepe é que esse patamar seja atingido daqui a quatro anos, quando as gestoras terão US\$ 70 bilhões para investimentos em empresas brasileiras.

"O Brasil vai atrair mais investidores do que qualquer outro país emergente nos próximos dois anos. E muitos deles nunca tinham colocado os pés por aqui", disse Roger Leeds, presidente de private equity dos países emergentes, a Empea, resumindo os resultados de uma pesquisa feita pela entidade com investidores do setor. Hoje, a maior parte dos recursos que estão no Brasil já é trazida por investidores estrangeiros. No ano passado, dos US\$ 4,6 bilhões levantados pelos fundos, US\$ 2,9 bilhões tinham origem no exterior.

O levantamento feito pela GVcepe[30] também mostrou que vem ocorrendo recentemente uma maior diversificação do tipo de empresa que recebe aportes de fundos de private equity. Em 2004, 30% do dinheiro trazido pelas gestoras eram direcionados para companhias de tecnologia. No ano passado, elas abocanharam menos, 19%. Setores como energia e petróleo, com 8% do total investido, e construção, com 8%, ganharam espaço.

Segundo dados da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), os Fundos de Private Equity e Venture Capital<sup>8</sup> possuem mais US\$ 10 bilhões de recursos livres para investir no Brasil nos próximos anos.

---

<sup>8</sup> Venture Capital é um tipo de investimento privado, através do qual se compra participação societária em empresas que apresentem possibilidades de crescimento exponencial

É neste cenário do mercado de Private Equity em recente estágio de ebulição, que o mercado brasileiro voltado aos investidores estrangeiros surge ainda mais fortalecido. Assim, continuaremos a desenvolver a nossa análise prática do IDE segundo as bases regulamentares, que tangem as estruturas dos Fundos Offshore de Private Equity no Brasil.

## 5.2 – Investimento Direto ou via FIP

Neste sub-capítulo apresentaremos conforme descrito no início do capítulo, dois cenários, que servirão como ferramenta de estudo para nossa análise. Assim criaremos duas carteiras de Fundo de Investimento Offshore, conforme descrito no início do capítulo, ambas com o mesmo patrimônio, para o qual destinaremos seus recursos ao mesmo tipo de investimento.

A primeira carteira se baseia em um fundo Offshore com investimento direto. Consideremos então o Fundo “Grow Fast Private Equity Investment Fund” (aqui chamado de Grow Fast). Ele possui um capital total contribuído por seus cotistas (investidores estrangeiros – 100% do capital estrangeiro) de 1.000 dólares 100% revertido em investimento na empresa “XYZ” – empresa sem ações listadas na Bolsa de Valores e com patrimônio total de 10.000 dólares. Não iremos estender a nossa análise em cima da empresa “XYZ”, pois o ramo de atuação desta e o patrimônio da mesma não afetarão os nossos estudos.

A segunda carteira se baseia também em um fundo Offshore, o “No Tax Private Equity Investment Fund” (aqui chamado de No Tax). O No Tax não efetua investimento direto como faz o Grow Fast. Ele utilizasse de investimento em um Fundo de Investimento em Participações (FIP), que por sua vez investe na empresa “XYZ” – empresa descrita no parágrafo anterior. O No Tax possui patrimônio total contribuído pelos cotistas de 1.000 dólares, que assim como o Grow Fast destina 100% de seus recursos a investimento no FIP, o “XYZ Fundo de Investimento em Participações” (aqui chamado de FIP), que por sua vez possui patrimônio total contribuído de 3.000 dólares, totalmente revertido a aplicação na empresa “XYZ”. Desta forma o No Tax possui uma participação de 33,33% do FIP e participação pro-rata basis igual a do Grow Fast na empresa XYZ.

Desta forma, tanto o Grow Fast quanto o No Tax, possuem a mesma participação na empresa XYZ, que representam os mesmos 1.000 dólares respectivamente, equivalentes a 10% do capital total cada XYZ.

Tanto a Grow Fast, quanto a No Tax, são registradas na cidade de Nova York, nos Estados Unidos da America. Como este é um país com tributação igual ou superior

a 20%, não é considerado segundo normas do CMN (Resolução 2.689/00), país com tributação favorecida. Estando sujeito desta forma a benefícios fiscais quanto às normas estabelecidas na Resolução 2.689/00.

Seguem abaixo as carteiras do Grow Fast e do No Tax:

➤ Grow Fast

Relatório de Carteira Diário - Fechamento						
Data de Emissão: 16/11/2010			Moeda da Carteira: US\$ - Dólares			
Data de Posição: 15/11/2010						
Cliente: Grow Fast Private Equity Investment Fund						
RENDA VARIÁVEL						
Cod.	Papel	Qtd.	PU	Custo	Valor de	% s/
		Total	Custo	Total	Mercado	Total
XYZ	XYZ	1000	1.00	1,000.00	1,000.00	100%
TESOURARIA						
Descrição					Valor	% s/
						Total
Saldo em Tesouraria					-	0%
PATRIMÔNIO					1,000.00	100%

➤ No Tax

Relatório de Carteira Diário - Fechamento						
Data de Emissão: 16/11/2010			Moeda da Carteira: US\$ - Dólares			
Data de Posição: 15/11/2010						
Cliente: No Tax Private Equity Investment Fund						
FUNDO DE INVESTIMENTO						
		Qtd.	PU	Custo	Valor de	
Cod.	Papel	Total	Custo	Total	Mercado	% s/ Total
XYZFIP	XYZ Fundo de Investimento em Participações	1000	1.00	1,000.00	1,000.00	100%
TESOURARIA						
Descrição					Valor	% s/ Total
Saldo em Tesouraria					-	0%
PATRIMÔNIO					1,000.00	100%

Consideremos que as carteiras estão em dólares e que não será considerado efeito de valiação cambial ao investimento vai FIP do No Tax. Assim a variação do resultado será toda por variação de preço do ativo, que conforme pode ser observado

nas carteiras estão sendo registradas pelo custo e não a valor de mercado, já que este ativo não está listado em Bolsa.

Consideremos então, que no dia 30 de novembro de 2010, esta empresa resolveu emitir IPO<sup>9</sup> de suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo ao valor unitário por ação de 3,00 dólares. Sendo disponibilizadas no mercado, um total de 4.900 ações da Companhia. Nesta operação, o Grow Fast liquidaria suas 1.000 ações e o FIP liquidaria suas 3.000 ações, enquanto que a XYZ venderia 900 de suas ações. Desta forma, após o processo de IPO, 4.900 ações da XYZ passariam a estar listadas na Bovespa e sob custódia da CBLC<sup>10</sup>, enquanto que as outras 5.100 continuariam sob controle da XYZ.

Assim, após esta operação, a Grow Fast obteve um ganho de 2,00 dólares por ação, totalizando um resultado realizado de 2.000 dólares, o mesmo resultado obtido pela No Tax (desconsiderando para ambos os casos taxas administrativas e de gestão cobradas pelos gestores).

Analisaremos agora a questão fiscal nesta operação. A Grow Fast realizou investimento direto, ou seja, sem utilizar-se de veículos para obter participação na XYZ. O que segundo estudos realizados no capítulo 3 desta monografia, representa uma cobrança de alíquota de IR de 15% sobre ganhos/rendimentos em ações fora de bolsa. Logo o ganho realizado líquido da Grow Fast seria de 1.700 e não de 2.000 como foi apresentado nos parágrafos acima (ver questão fiscal no Quadro 3).

Por sua vez a No Tax que realizava investimento na mesma empresa via FIP, não seria tributada em IR, obtendo isenção desta alíquota, já que o Fundo possuía menos de 40% do total de cotas do FIP, estando sujeito assim a norma do CMN (Resolução 2.689/00), conforme descrito no capítulo três (ver questão fiscal no Quadro 2). Obtendo assim resultado de 2.000 líquido.

---

<sup>9</sup> IPO ou *Initial Public Offering* é o evento que marca a primeira venda de ações ou cotas da empresa no mercado de ações.

<sup>10</sup> CBLC ou Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia é uma empresa, registrada sob a forma de sociedade anônima, responsável pela custódia das ações e outros títulos privados no mercado financeiro brasileiro.

Nesse contexto dos dois modelos de investimento utilizados pelos Fundos Offshore Grow Fast e No Tax, apresentou-se mais vantajosa a estrutura de investimento do No Tax, conforme pode ser observado no Quadro demonstrativo abaixo, onde o Grow Fast obteve resultado líquido de 1.7000 dólares, contra um resultado líquido de 2.000 dólares do No Tax:

**(QUADRO 6)**

<b>DEMONSTRATIVO RESULTADO</b>		
	<b>GROW FAST</b>	<b>NO TAX</b>
Custo XYZ	1,000.00	1,000.00
Valor de Venda	3,000.00	3,000.00
Resultado Bruto	2,000.00	2,000.00
Alíquota IR	15%	ISENTO
IR Pago	(300,00)	0
Resultado Líquido	1,700.00	2,000.00

## **6 – Conclusão**

Todo e qualquer investimento fundo de investimento visa obter lucros, sempre objetivando apresentar melhores resultados que a concorrência. É a briga dos gestores de fundos, travadas tanto no mercado de fundos nacionais, quanto no mercado de fundos Offshore.

De acordo com os dados analisados, hoje o Brasil é pauta em toda reunião de negócios do mundo. Alguns dos principais jornais do mundo, estampam o Brasil como o país do presente. Hoje o Brasil começa a deixar de ser conhecido como o país do futuro.

A segurança econômica fortalece o mercado interno e age como chamariz aos investidores estrangeiros, que vêem no Brasil uma grande oportunidade de obter altas rentabilidades, graças as suas altas taxas de juros no mercado.

Estruturamos nosso estudo com base na rentabilidade de duas estruturas diferentes de fundos Offshore e chegamos a conclusão, de que a combinação das estruturas Offshore com a estrutura de fundos nacionais em participações, promovem ganhos de capital maiores que a estrutura isolada de investimento direto estrangeiro, graças aos regulamentos que regem esse mercado.

Concluimos assim, que a Resolução 2.689/00, que isenta o investidor estrangeiro, já tributado em seu país, conforme condições estabelecidas e analisadas em nossos estudos, apresenta ganhos favoráveis frente à Lei 4.131/62, que não promove a isenção tributária, considerando o investidor estrangeiro como tendo as mesmas condições que o investidor nacional.

Por tanto é válido ao investidor estrangeiro, que busca realizar IDE no Brasil, adequar-se as determinações da Resolução do CMN, para assim obter benefícios fiscais e alavancar resultados superiores.



## 7 – Referências

- [1] ALVES, Fabio e Carlos Caminada. Bloomberg. 2008. Disponível em: <[http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a86v4f6\\_W2Jg](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a86v4f6_W2Jg)>. Acesso em: 14.11.2010.
- [2] R7. El País diz que Brasil é o “país do presente”. 2009. Disponível em: <<http://noticias.r7.com/internacional/noticias/el-pais-diz-que-brasil-e-o-pais-do-presente-20091011.html>>. Acesso em: 11.11.2010.
- [3] PAIS, El. El nuevo líder, visto a cerca. 2010. Disponível em: <<http://www.elpais.com/especial/alianza-nueva-economia-global/pdf/extra-brasil.pdf>>. Acesso em: 11.11.2010.
- [4] PAULIN, Luiz Alfredo. A evolução do sistema financeiro nacional. 2007. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, v. 17, p. 76-89.
- [5] FERREIRA, Olavo. História do Brasil. 2008. Disponível em: <<http://www.infoescola.com/historia-do-brasil/economia-do-brasil-no-seculo-xix/>>. Acesso em 28.09.2010.
- [6] COTRIM, Gilberto professor de história pela USP. Mestre em Educação e História da Cultura pela Universidade Mackenzie. Brasil Colônia – D. João VI. 2004. Disponível em: <<http://historianet.com.br/conteudo/default.aspx?codigo=620>>. Acesso em 27.09.2010.
- [7] SOUZA, Rainer, Equipe Brasil Escola. Independência do Brasil. Disponível em: <<http://www.brasilecola.com/historiab/independencia-brasil.htm>>. Acesso em 27.09.2010.
- [8] BRASIL. Constituição (1824). Constituição política do império do Brasil: promulgada em 25 de março de 1824. Organização do texto: Presidência da República, Casa Civil – Subchefia para assuntos jurídicos. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/Constituicao24.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/Constituicao24.htm)>. Acesso em: 29.09.2010.
- [9] GAROFALO FILHO, Emílio. Câmbio, ouro e dívida externa de Figueiredo a FHC. São Paulo, 2000. p.7-26

- [10] PORTUGAL. História de Portugal. Embaixada de Portugal em Montevideu. Disponível em: <<http://www.embajadadeportugal.com.uy/Portugues/historia.htm>>. Acesso em: 28.09.2010.
- [11] FREITAS, Newton. História do sistema financeiro nacional. Disponível em: <<http://www.newton.freitas.nom.br/artigos.asp?cod=165>>. Acesso em: 27.09.2010
- [12] GUIMARÃES, Carlos Gabriel. A atuação do London and Brazilian Bank no Brasil e em Portugal. Disponível em: <[http://web.letras.up.pt/aphes29/data/7th/CarlosGuimar%C3%A3es\\_Texto.pdf](http://web.letras.up.pt/aphes29/data/7th/CarlosGuimar%C3%A3es_Texto.pdf)>. Acesso em 27.09.2010.
- [13] BRASIL, Banco Central. Gerência de Operações Bancárias Relatório de Atividades 1965. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/POM/SPB/HISTORIA/1965-RelatorioDeAtividadesDaGerenciaDeOperacoesBancarias.PDF>>. Acesso em: 01.10.2010.
- [14] VAN DEURSEN, Felipe. A quebra da Bolsa de Nova York, em 1929. Disponível em: <<http://historia.abril.com.br/economia/quebra-bolsa-1929-tragedia-wall-street-454593.shtml>>. Acesso em: 30.09.2010.
- [15] BRASIL. Decreto, nº 1.455, de 30.12.1905. Aprova os estatutos do Banco do Brasil.
- [16] BAER, Werner. Op. Cit. p. 91.
- [17] BRASIL, Banco Central. Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFHHIST>>. Acesso em: 01.11.2010.
- [18] BRASIL. Lei nº 4.595, de 31.12.1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L4595.htm>>. Acesso em: 01.11.2010.
- [19] BRASIL. Lei nº 4.728, de 14.07.1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm)>. Acesso em: 01.11.2010.

- [20] BRASIL. Resolução nº 18, de 18.02.66, do CMN, à luz do artigo 29 da Lei nº 4.728, de 14.07.65. Regular os bancos de investimento.
- [21] GAROFALO FILHO, Emílio. Câmbio, ouro e dívida externa de Figueiredo a FHC. São Paulo, 2000. p.80
- [22] BRASIL, Banco Central. História do Copom. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?copomhist>>. Acesso em: 09.11.2010.
- [23] BRASIL, Banco Central. Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/rex/rmcci/Ftp/RMCCI-1-03.pdf>>. Acesso em: 09.11.2010
- [24] BRASIL, Ministério da Fazenda. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/orgaos/cmn/cmn.asp>>. Acesso em: 11.11.2010.
- [25] BRASIL. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?CMNENTENDA>>. Acesso em: 11.11.2010.
- [26] PASTORIZA, Carlos. Private Equity. Disponível em: <[http://www.feicred.com.br/downloads/carlos\\_pastoriza.pdf](http://www.feicred.com.br/downloads/carlos_pastoriza.pdf)>. Acesso em: 16.11.2010.
- [27] ROCHA, Tatiana Nogueira da. Fundos de Investimento e o papel do administrador. São Paulo: Texto Novo 2003.
- [28] ANBID. Tipos de Fundos de Investimento (Classificação ANBID). Disponível em: <[http://www.fundos.com/definicoes/fundo\\_04.htm](http://www.fundos.com/definicoes/fundo_04.htm)>. Acesso em: 16.11.2010.
- [29] BENICHIO, Ricardo. Valor. Disponível em: <<http://robertolimacontroladoria.blogspot.com/2010/04/fundos-de-private-equity-investem-us-34.html>>. Acesso em: 16.11.2010.
- [30] GVCEPE. Relatório de estudo do mercado de Private Equity no Brasil. Disponível em: <<http://www.ey.com/BR/pt/Industries/Private-Equity>>. Acesso em: 16.11.2010.

## **8 – Anexos**